

엘앤에프 (066970)

2018. 10. 08

2 차전지

성장통은 잠깐, 성장은 계속된다

Analyst **주재호**

02. 3779-8768

jhjoo@ebestsec.co.kr

기업개요

2000년 설립되어 2차전지의 핵심소재인 양극활물질을 생산 및 판매 하는 업체이다. 수직계열화 일환으로 재료의 안정적인 조달 및 연구개발을 위한 자회사 제이에이치 화학공업(주) 고객사 중국 남품을 위한 광미래신재료유한공사(주)를 자회사로 두고있다. 주력 제품은 NCM과 LCO이며 17년 말 매출 기준 NCM 69% LCO가 30%이다.

글로벌 5위 양극재 Maker

내년 말(19년 10월) 대구 신공장 증설이 완료된 후 가동이 본격화 되면(1.5만톤 → 2.7만톤) 큰 폭의 전기차용 양극활물질 매출 증가가 예상된다. 양극재 시장은 배터리 소재 중 가장 큰 비중(약30%)과 성장성(약20%)을 지녔고, 또한, 동사는 이러한 글로벌 양극재 시장에서 안정적인 고객사를 갖춘 선두권 업체이기도 하다. 대구 신공장 부지가 추가 공장 증설에 충분히 여유가 있고, 이번 증설이 늘어나는 수요에 대응하는 1단계인 점을 감안할 때 추가 증설 및 매출 증가 역시 기대해 볼 수 있다.

원자재 가격 안정세와 늘어나는 NCM 비중

한편 올해 들어 분기 평균 코발트와 리튬가격은 -25%와 -41%의 추이를 보이고 있는데, 이는 동사의 하반기 매출과 영업이익에 각각 영향을 미칠 전망이다. 메탈가격 변동으로 인해 4분기부터 판가하락은 불가피할 것으로 보이고, 하반기 재고평가 손실로 인한 영업이익률 감소가 예상된다. 하지만, 원자재 가격 안정세와 NCM 판매비중 확대로 내년부터 수익성 회복이 전망된다.

투자의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2020년 예상 EPS에 글로벌 양극재 기업 평균 PER 24배를 적용한 값이며, 양극재 시장의 성장과 동사의 매출 성장세를 감안했을 때 지금의 밸류에이션은 무리가 없다는 판단이다.

Buy (initiate)

목표주가 **58,000 원**

현재주가 **37,550 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/05)	2,267.52 pt
시가총액	9,297 억원
발행주식수	24,758 천주
52 주 최고가 / 최저가	54,500 / 31,450 원
90 일 일평균거래대금	150.89 억원
외국인 지분율	10.7%
배당수익률(18.12E)	0.3%
BPS(18.12E)	6,263 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -13.9%
	6 개월 10.6%
	12 개월 -9.2%
주주구성	새로닉스외 13인 29.4%
	엘앤에프 자사주 펀드 0.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	250	14	7	5	269	흑전	24	55.5	18.2	4.0	8.2
2017	403	29	19	21	824	205.9	39	51.9	28.9	8.7	19.0
2018E	520	31	28	20	822	-0.3	42	45.7	23.7	6.0	14.6
2019E	683	48	43	33	1,327	61.4	64	28.3	15.2	5.0	19.2
2020E	1,125	80	79	60	2,454	85.0	110	15.3	8.8	3.8	28.2

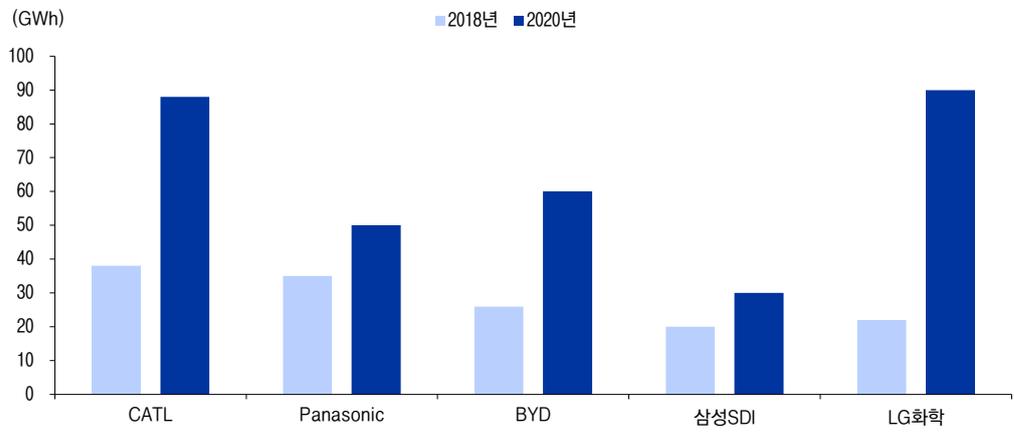
자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

투자 포인트

1. 글로벌 5위 양극재 Maker

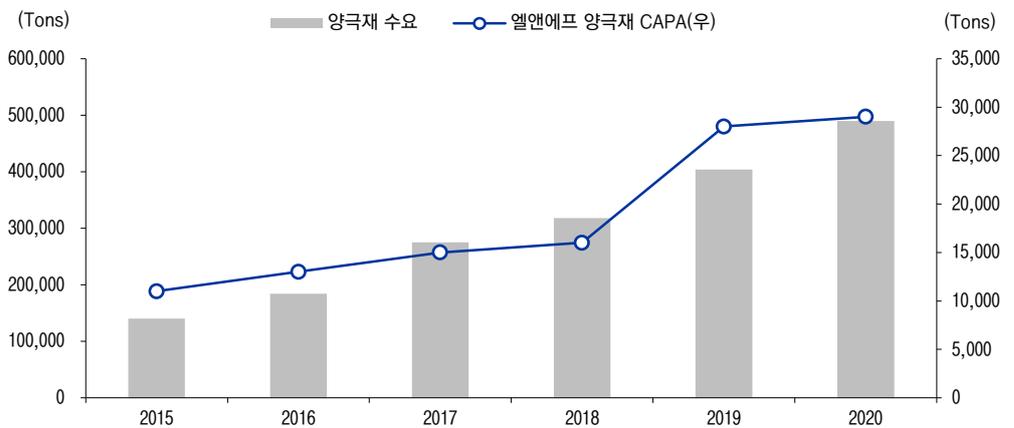
2차전지 원가의 약 60%가 원자재 비용이고 그 중 양극재는 약 27%로 절대적인 비중을 차지한다. 특히 동사는 현재 주력으로 생산중인 NCM523과 NCM622 양극재를 통해 안정된 기술력과 신뢰도를 쌓아왔으며 이를 바탕으로 이미 하이니켈 양극재인 NCM811을 생산중이며, 고객사와의 논의를 통해 양산 시점을 조율중이다. 매출의 70%를 담당하는 LG화학의 대규모 설비 확대 계획과 이에 발맞춰 내년 말 당사 현재 Capa 기준 80%의 설비증설은 실적 성장의 가장 큰 기회가 될 것이란 판단이다.

그림114 글로벌 배터리셀 업체 생산능력 CAPA 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 당사 양극재 CAPA 연도별 추이 및 수요



자료: avicenne, 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

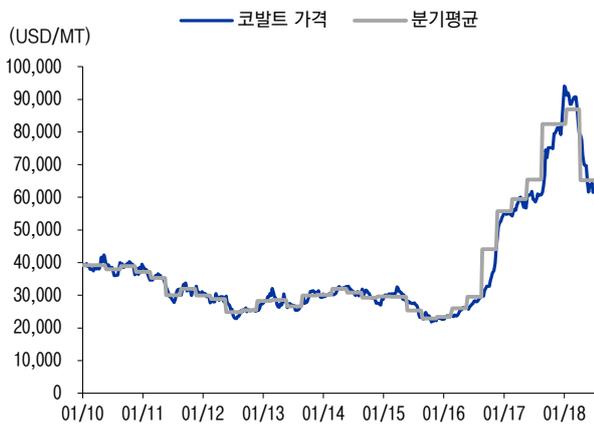
2. 원자재 가격 안정세과 늘어나는 NCM 비중

코발트 가격의 경우 현재 분기평균 기준 올해 고점 대비 -25%, 탄산리튬은 -41%의 가격 추이를 보이고 있는데, 코발트와 리튬 가격이 분기로 동시에 빠지는 경우는 2014년 이후 올 2분기가 처음이다. 원자재 가격이 동시에 중요한 이유는 코발트와 리튬 등 당사의 원재료비 비중이 연평균 매출액 대비 85% 내외로 높은 비중을 차지하기 때문이다.

원자재 가격의 상승과 하락은 곧 제품의 판가에도 영향을 미치기 때문에 4분기 소폭의 매출하락과 재고평가 손실에 따른 영업이익 하락은 피할 수 없을 것이라 판단된다.

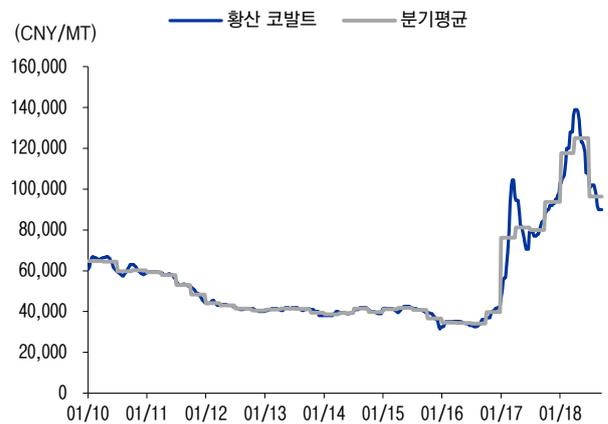
하지만, 올해가 지나고, 내년까지는 코발트 가격이 안정세로 전망되는 가운데 재료비 인하 효과로 2019년은 올해 대비 수익성이 개선될 여지가 있다. 이에 연장선으로 코발트 비중이 낮은 NCM 판매 비중 확대로 동사의 마진을 회복이 예상된다.

그림116 코발트 3분기 가격 (QoQ -25%감소)



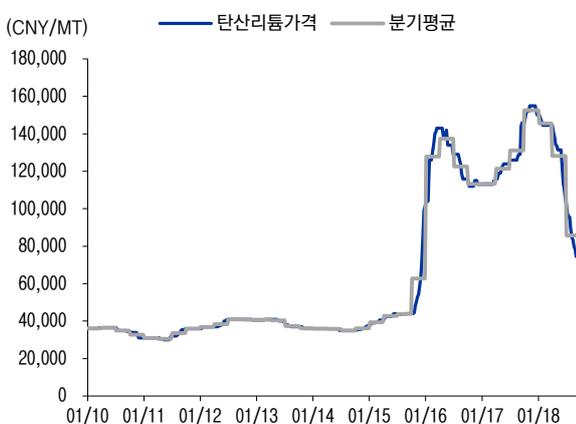
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 황산 코발트 3분기 가격 (QoQ -23%감소)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 탄산리튬 3분기 가격 (QoQ -33%감소)



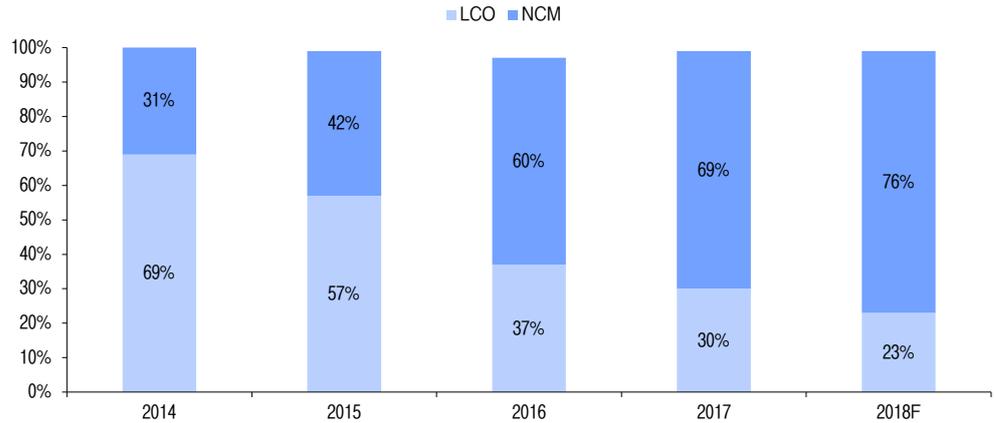
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 니켈 3분기 가격 (QoQ -8%감소)



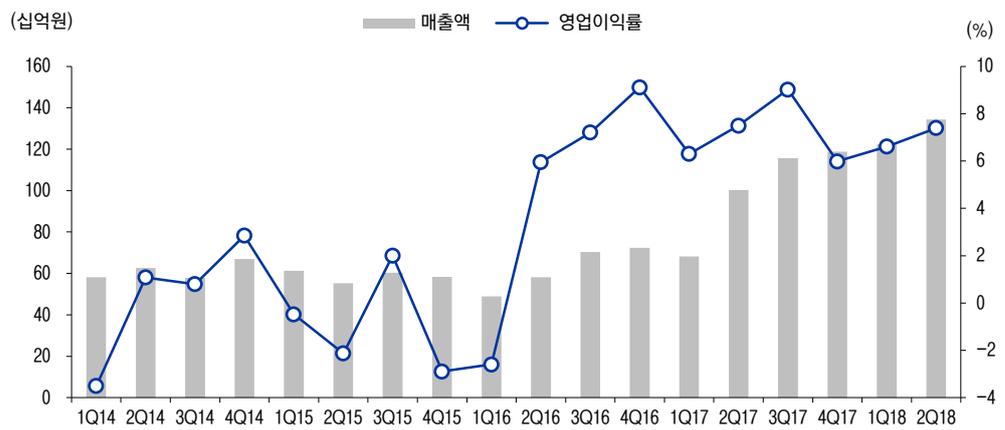
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 엘앤에프 제품군별 점유율



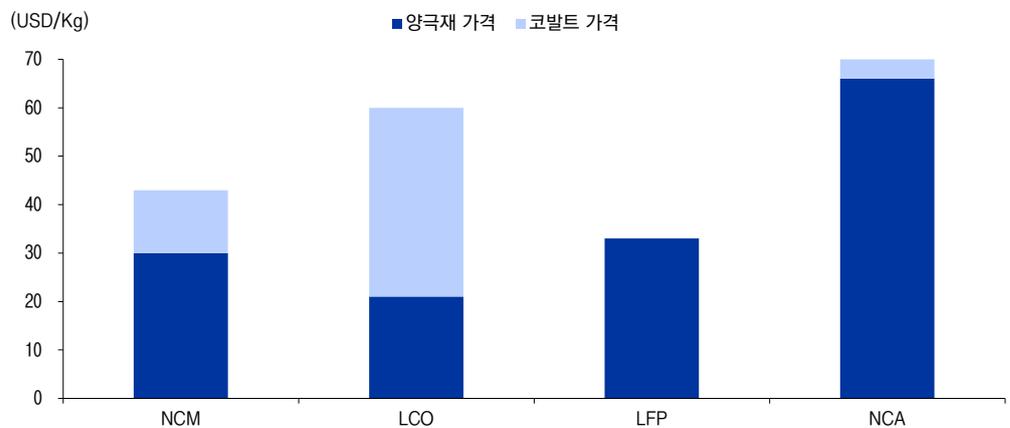
자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 양극재 별 가격 및 코발트 비중



즈: 코발트 가격을 최근 분기 \$65/kg이라 가정했을 시
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

국내 2차전지 소재기업 비교

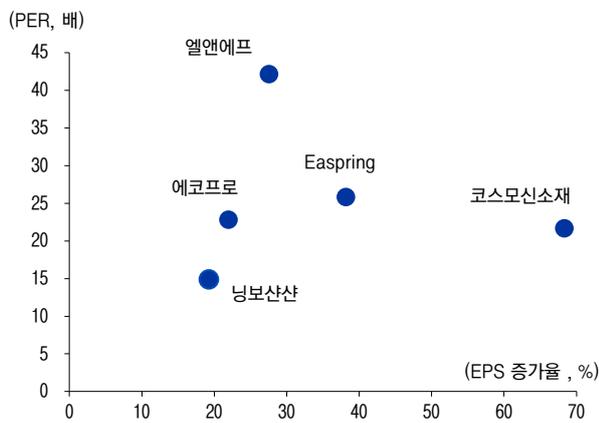
투자의견 '매수' 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2020년 예상 EPS에 글로벌 양극재 기업 평균 PER 24배를 적용한 값이다. 신규 공장 증설이 19년 말 완공되고 본격적인 매출성장을 통해 매출 1조원을 달성할 것으로 전망되는 2020년을 기점으로 투자의 관점을 가져가는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

표46 엘앤에프 적정주가 계산

구분	값
2020 예상 EPS	2,454원
적정 P/E (글로벌 양극재 평균 배수)	23.8x
현재 P/E	15.3x
주당 가치	58,405원
목표 주가	58,000원
현재 가격	37,550원
상승 여력	54.4%

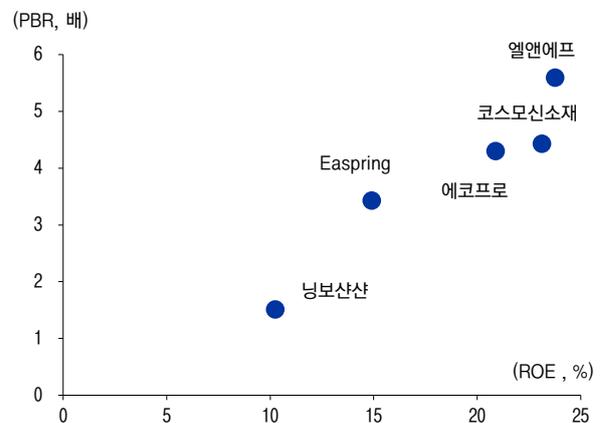
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 PER EPSG 그래프



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 PBR ROE 그래프



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표47 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	68.2	100.3	115.8	118.7	122.3	134.3	144.8	118.2	403.0	519.6	683.0
YoY	39.7	72.4	64.6	64.1	79.2	33.9	25.1	-0.5	61.4	28.9	31.4
QoQ	-5.7	47.0	15.4	2.6	3.0	9.8	7.9	-18.4	0.0	0.0	0.0
영업이익	4.3	7.5	10.4	7.1	8.1	9.9	7.9	4.8	29.4	30.7	50.5
YoY(%)	흑전	117.3	105.9	7.8	88.0	32.1	-23.9	-32.8	111.9	4.7	64.3
QoQ(%)	-34.9	74.9	38.9	-31.9	13.7	22.9	-20.0	-39.9	0.0	0.0	0.0
영업이익률	6.3	7.5	9.0	6.0	6.6	7.4	5.5	4.0	7.3	5.9	7.4
순이익	4.0	4.5	7.7	4.4	5.9	6.7	4.6	3.2	20.6	20.4	32.6
YoY(%)	흑전	125.6	460.8	21.5	45.3	48.3	-39.6	-28.1	295.0	-1.2	59.8
QoQ(%)	11.6	12.8	69.1	-42.9	33.4	15.1	-31.1	-32.1	0.0	0.0	0.0
순이익률	5.9	4.5	6.6	3.7	4.8	5.0	3.2	2.7	5.1	3.9	4.8

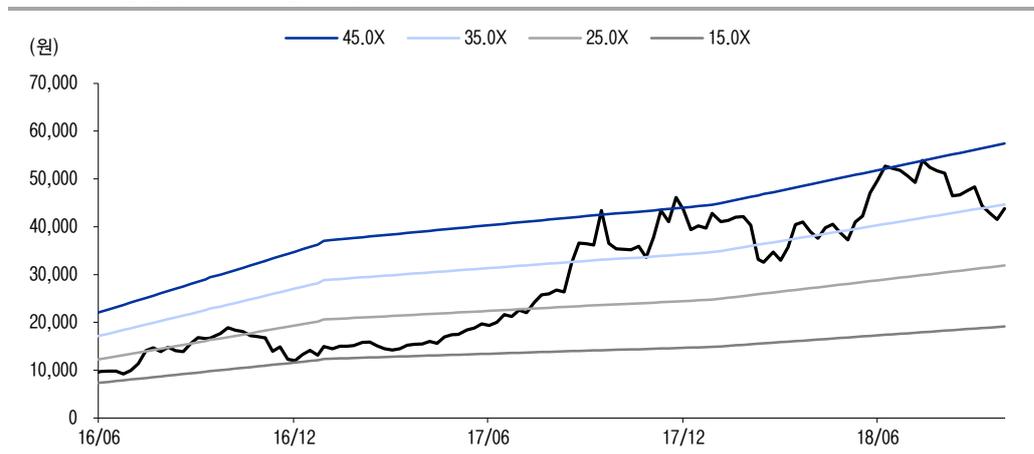
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표48 컨센서스 괴리

(십억원)	3Q18E			4Q18E			2018E		
	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	135.57	144.8	6.8%	138.7	118.2	-14.8%	527.1	519.6	-1.42%
영업이익	9.33	7.9	-14.7%	9.4	4.8	-49.1%	38.0	30.7	-19.2%
순이익	6.8	4.6	-31.7%	5.9	3.2	-46.5%	26.4	20.4	-22.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 엘앤에프 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	107	161	215	250	326
현금 및 현금성자산	7	22	71	83	98
매출채권 및 기타채권	31	49	47	69	116
재고자산	64	85	86	86	100
기타유동자산	5	5	11	12	12
비유동자산	96	105	115	125	138
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	85	97	106	117	131
무형자산	10	6	6	6	5
자산총계	203	265	329	375	464
유동부채	81	104	138	153	184
매입채무 및 기타채무	14	23	31	46	77
단기금융부채	63	76	101	101	101
기타유동부채	4	5	6	6	6
비유동부채	34	38	34	35	35
장기금융부채	27	33	30	30	30
기타비유동부채	7	5	4	4	5
부채총계	115	142	172	188	219
지배주주지분	88	121	155	185	243
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	66	78	80	80	80
이익잉여금	9	28	46	76	134
비지배주주지분(연결)	0	2	2	2	2
자본총계	87	123	157	187	245

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-10	7	51	42	60
당기순이익(손실)	5	21	20	33	60
비현금수익비용가감	22	21	33	17	30
유형자산감가상각비	8	8	10	15	28
무형자산상각비	2	2	1	2	1
기타현금수익비용	1	1	22	0	0
영업활동 자산부채변동	-35	-31	4	-8	-29
매출채권 감소(증가)	-9	-18	2	-22	-46
재고자산 감소(증가)	-26	-21	-1	0	-14
매입채무 증가(감소)	2	9	9	15	31
기타자산, 부채변동	-2	-2	-5	0	0
투자활동 현금	-17	-18	-21	-27	-43
유형자산처분(취득)	-10	-15	-20	-25	-42
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
기타투자활동	-4	0	0	0	0
재무활동 현금	28	27	18	-2	-2
차입금의 증가(감소)	4	32	18	0	0
자본의 증가(감소)	21	-6	-2	-2	-2
배당금의 지급	0	1	2	2	2
기타재무활동	2	1	2	0	0
현금의 증가	1	15	48	13	15
기초현금	6	7	22	71	83
기말현금	7	22	71	83	98

자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권, 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	250	403	520	683	1,125
매출원가	222	358	468	609	1,001
매출총이익	28	45	52	74	124
판매비 및 관리비	14	16	21	26	44
영업이익	14	29	31	48	80
(EBITDA)	24	39	42	64	110
금융손익	-2	-6	-1	0	0
이자비용	3	4	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-5	-2	-5	-1
세전계속사업이익	7	19	28	43	79
계속사업법인세비용	2	-2	8	10	19
계속사업이익	5	21	20	33	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	21	20	33	60
지배주주	6	20	20	33	60
총포괄이익	5	24	20	33	60
매출총이익률 (%)	11.1	11.2	9.9	10.9	11.0
영업이익률 (%)	5.6	7.3	5.9	7.0	7.1
EBITDA 마진률 (%)	9.4	9.7	8.0	9.4	9.7
당기순이익률 (%)	2.1	5.1	3.9	4.8	5.4
ROA (%)	3.1	8.5	6.8	9.2	14.4
ROE (%)	8.2	19.0	14.6	19.2	28.2
ROIC (%)	7.0	11.4	10.5	16.2	24.0

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	55.5	51.9	45.7	28.3	15.3
P/B	4.0	8.7	6.0	5.0	3.8
EV/EBITDA	18.2	28.9	23.7	15.2	8.8
P/CF	11.7	25.2	17.3	18.8	10.3
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	6.2	61.4	28.9	31.4	64.7
영업이익	흑전	111.9	4.7	54.9	68.2
세전이익	흑전	174.8	52.6	51.2	85.0
당기순이익	흑전	295.0	-1.2	59.8	85.0
EPS	흑전	205.9	-0.3	61.4	85.0
안정성 (%)					
부채비율	132.0	115.3	109.5	100.1	89.3
유동비율	132.0	154.3	155.9	163.6	176.9
순차입금/자기자본(x)	92.6	67.3	36.7	24.0	12.3
영업이익/금융비용(x)	4.3	6.6	37.0	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	90	108	131	131	131
순차입금 (십억원)	81	83	58	45	30
주당지표(원)					
EPS	269	824	822	1,327	2,454
BPS	3,783	4,938	6,263	7,481	9,816
CFPS	1,280	1,696	2,175	1,993	3,631
DPS	50	100	100	100	100